

企業集団財務論 (1)

—とりわけその財務的機能について—

坂 本 恒 夫

目 次

- 序 章 意義と課題
1. 個別財務と集団財務
 2. 系列融資の構造と背景
 3. 株式持合いの構造と背景
 4. 系列融資の財務的機能
 5. 株式持合いの財務的機能
 6. 交錯融資と交錯所有
- (以下、次号)

序章 意義と課題

1. 個別財務と集団財務

現代の財務についての科学的解明は、それに到る史的分析とならんで、それ自体の構造的・機能的分析を不可欠とする。これから、われわれが行なおうとするものは、現代財務の構造的・機能的考察作業の一つとして位置付けられるものである。

ところで従来、一般に財務とは、個別企業の財務＝個別財務であり、企業集団全体の財務＝集団財務を決して指してはいなかった。また、財務論も、主として個別企業の財務活動のみ焦点をあわせてきた。これまでの段階では、あるいは一定の局面では、その分析視野も確かに有効であったと思われる。しかし、これからの段階では、あるいは今日の局面では、このような視野が、極めて限られた範囲の狭いものしか解明できないものであることは言うまでもない。なぜなら、個別企業の現実において、例えどのような個別企業といえども、企業集団の一員として、また逆にそれに対するものとして、もはや何らかのかかわ

りを持たないものはないと断じて差し支えない状態となっているからである。われわれはかつて述べたことがある。「財務論とは、企業の展開している財務活動を社会科学的に分析することによって、そこに貫徹している原理・原則を明らかにするものだ¹⁾」と。しかし、今日の局面では、当該個別企業の財務活動のみを分析することだけで、原理・原則を明らかにすることはできなくなっているのである。個別企業にかかわりのある企業集団全体、あるいはそこでの財務活動を併せて考慮することによってのみ、また個別財務の真の姿を把握しうるのではないか。

従来、集団財務について、部分的・特殊的には触れられはしたけれども、それは個別財務の範囲をまだ越えるものではなかった。われわれは、理論的にも、実態的にも、個別財務を否定するものではないけれども、いまや集団財務を部分として、あるいは特殊として語るのではなく、全体として、あるいは一般として、いわば一つの独立した範疇として語る必要がでてきたことを主張したい。そして、そのことによってのみ、また個別財務も十全と分析されるのだと。

ところで、現代財務の構造的・機能的分析を展開させるにあたって、まず確認しておかねばならないことがある。それはここでいうところの個別財務とは何かということである。

われわれのいう個別財務とは、個別企業、もう少し厳密に言えば個別の株式会社企業の展開している財務活動のことである。この場合、まず株式会社企業について実態的に言及するならば、それは機能的には資本の蓄積機構であり、構造的には例えば、経営者、大株主、親会社または金融機関などの企業管理（主体）者と従業員、中小株主あるいは消費者などの被管理（客体）者という社会的人間関係を有する機構だということができよう。このような二つの内容を有する機構の下で営まれている財務活動を個別財務と呼ぶのである。

ところで、株式会社企業の展開する財務活動とはどのようなものであるかが次の問題となる。というのも、財務論において、財務活動の取扱いの範囲や力点のおきかたが、論者によってかなり異なるからである。例えば、資本の運用を中心とするものとか、あるいは資本の調達を中心とするものとかである。し

かしながら、財務論において、資本の運用を重視すべきか、あるいは資本の調達を重視すべきかという議論は、まったく無意味であり、不毛であると思われる。というのも、財務活動の内容が一定の歴史的な段階と特定の国の事情によって様々であるからである。財務活動の中心は、ある時代や国によって、調達であったり、運用であったりするわけで、どちらか一方を重視したり、逆に軽視したりすることは、むしろ財務活動の実態を誤って認識することになるであろう。

以上のように、個別財務は規定されるが、それでは次に集団財務とは何かについて考えてみよう。

集団財務とは、個々の企業が有機的関連の下で集団的に展開する財務活動である。

この場合、それでは企業集団とは何かということが問題になるが、一般的に規定すれば、株式会社企業の複数の結集体であるということになる。しかし、このような抽象的な規定では、何ら有効な武器とはなるまい。例えば、中小企業団地に集まる企業群も企業集団と呼ぶことになってしまうが、それではわが国には無数の企業集団があるし、逆にこれらをすべて包括すれば日本株式会社という一個の企業集団しかないという議論にもなる。企業集団という言葉の意味を拡散してしまうと、およそその言葉は無内容なものになり、現実を分析する場合に有効たりえないのである。

そこで、わが国の現状にそくして、企業集団を規定するならば、次の四つを指標としてかかげねばならないであろう。第一は、株式の持合いである。企業集団を構成する主要企業による株式の相互保有が結合の土台をなしていることである。第二は、企業集団で枢要な地位を占める都市銀行をはじめ各種金融機関が積極的に“系列融資”を展開し、その結合にきわめて重要な役割を果たしていることである。第三は、主要企業相互間の役員兼任が特徴的であることで、この相互の人的結合関係を土台に、企業集団として一つの意思を決定する機関として各々に社長会が組織されている。第四は、企業集団が企業相互の有機的結合、つまり製品の生産・販売のあらゆる過程が系統的に準備されているとい

うことである(註)。

(注) ところで、このような企業集団の規定については、異論も存在する。

とりわけ第四の規定、つまり企業集団が包括的な産業体系を有しているということを強調して、株式持合い、系列融資および人的結合の構造面よりも、機能面で企業集団を評価しようという見解である。

例えば、山田一郎氏は次のように言う。「……戦後の企業集団化といわれる結合形態は、企業結合形態の一種ではあるが、従来の諸種の研究観点のみをもってきて一義的に律するわけにはいかない特質なり側面をもっている。……集団化＝結合の直接的動機が財務的考慮や資本による支配の強化というよりは、経営過程の技術的要請に基づく機能的結合の諸形態とは趣きを異にする側面をもっている。したがって、企業集団化が直ちに、またそのすべてが、独占資本支配の強化を意味しないし、企業間の支配と服従のみを招来するものでもない。ある企業集団一系列化集団においては、広義の支配形態が存在するにしても、なおそこには系列企業の経営の自主性、独立性を尊重し、それを高度に発揮すべきことを期待することを建前とするところの新たな経営理念の下に運営されなければならないのであ

る。

また、今日の企業集団化現象は、たとえば、石油化学コンビナートにみるように、大企業間の結合であっても、そこには対等の原則に立脚するところの相互の経営補完関係にあり、自主的な協力を通じて相互に繁栄せんとする生産的協力体制(あるいは技術的共同体 *technische Gemeinschaft*) なのであって、支配と服従との関係にあるのではない」(山田一郎著『企業集団経営論』丸善株式会社、昭和46年7月20日、24頁)と。

山田氏は、企業集団の構造と機能のうち、とりわけ機能的側面を重視しようというわけである。われわれも、確かに機能分析を非常に重要なものとして認識するが、機能を一面的に重視しようというこの種の見解は、きわめて危険なものと言わざるを得ない。

なぜなら、奥村宏氏も述べておられるように、「企業集団は戦前の財閥の歴史的に形成された実体である」(奥村宏著『日本の六大企業集団』ダイヤモンド社、昭和51年5月13日、20頁)という認識が欠如しているからである。企業集団の分析において優先すべきものは構造か機能かという議論になるが、これはもちろん構造がまずあって機能があるという関係であって、逆ではない。例えば、その証左として、大戦後の財閥解体で資本および人的紐帯が切断された直後においても、旧財閥系企業が極めて親密な協調行動をとっていた事実を指摘しておけば十分であろう。三井物産元社厚水上達三氏は「第一物産(三井物産の前身)は同系の会社だということ、(帝国銀行＝三井銀行の前身は)理屈なしに取引してくれた」(括弧内筆者、志村嘉一監修、エコノミスト編集部編『戦後産業史への証言〔五〕—企業集団の形成—』毎日新聞社、昭和54年3月25日、16頁)と語っているぐらいである。

以上のような四つの指標に該当するものとして、わが国には、三菱、三井、住友、芙蓉(富士)、第一勧銀、三和などの企業集団が存在する。

そして、これらが展開する集団的な財務活動を、集団財務と呼ぶのである。

ところで、上記のように企業集団を規定すると、新日本製鉄、日立製作所、松下電産などの巨大企業や、東京電力、関西電力などの電力各社、さらに近鉄、東急などのような電鉄各社が、企業集団の対象からはみ出してしまふ。これらは前記の企業集団から相対的に独自性を打ち出しており、これをわれわれは独立巨大企業と呼ぶが、これらの企業の財務活動は個別財務の対象となるものである。

それ故、財務論の対象として集団財務が極めて重要な地位を占めるようになったからといって、個別財務の研究が軽視されてよいということの意味するものではない。また、集団財務の研究においても、その有機的関連において企業集団を構成する個々の株式会社企業の財務活動が分析、解明されることは、より十全たる集団財務研究への途を切りひらくものと考えられ、この点でも個別財務の研究は重視されねばならないであろう。

最後にわれわれが確認しておくべきことは、個別財務と集団財務の本質的な相違はどこにあるかということである。

これについて、われわれは次のような仮説を一応提起しておこう。つまり、個別財務は、個々の株式会社における支配的株主＝経営者の自主的な立場・利害に規定されているということ、それ故、財務活動も個別的・孤立的な性格を有しているのに対して、集団財務は、個々の株式会社の枠をこえた企業集団の頂点の立場・利害に規定されているということ、それ故、財務活動も、その企業の自主的な立場から決定されえなくなり、企業集団の頂点の利害の立場から決定されるということである。

以上のような諸点を確認して、われわれは企業集団の財務活動の構造と機能を解明するわけであるが、企業集団の四つの指標の中でとりわけ直接的に財務と関係深い系列融資と株式の持合いについて、まず立ち入って言及してみよう。

1) 拙稿「財務分析の意義と限界(1)」『第一経大論集』、昭和55年3月31日、66頁。

2. 系列融資の構造と背景

系列融資とは、メーカー、商社などと金融機関との間の資金の貸借関係が、いわば総体的・平均的なものではなく、例えば三菱系主要会社と三菱系金融機関というように、部分的・特殊的な資金貸借関係にあるということである。

三菱、三井、住友、芙蓉、第一勧銀、三和などの各企業集団を構成する主要会社は、金融機関から多額の借入をしているが、このうちでもとりわけ同系の金融機関に集中的に依存している。

例えば、三菱、三井、住友についてみると、三菱系の諸会社は三菱系の金融機関（三菱銀行、三菱信託銀行、東京海上火災、明治生命）から27.1%の借入を行なっているのに対して、三井、住友系の金融機関からは、わずかに1.3%と2.7%の融資を受けているにすぎない。また、三井系諸会社の借入金比率も同系金融機関（三井銀行、三井信託銀行、大正海上火災、三井生命）からのものが23.7%であるのに対して、三菱、住友からのそれは、それぞれ2.8%と4.0%にしかすぎない。さらに住友系諸会社の借入金比率も同系金融機関（住友銀行、住友信託銀行、住友海上火災、住友生命）からのものが30.1%であるのに対して、三井、三菱からのそれは1.3%と3.7%にしかすぎない。

系列融資を貸手である金融機関の側からみると、各金融機関は自己系列会社へ集中的に融資をし、他系列会社との間に大きな格差をつくっている。例えば、三菱系の金融機関は自己の系列会社15社にその貸出総額の14.47%を充てているのに対して、三井系諸会社には0.97%、住友系諸会社には0.99%を充てているにすぎない。三井系の金融機関は自己系列の諸会社に10.53%を充てているが、三菱、住友系諸会社にはそれぞれ0.95%、0.47%にすぎない。さらに住友系の金融機関は自己系列の諸会社に8.68%を充てているが、三菱、三井系諸会社にはそれぞれ1.61%、1.17%にすぎない。

このような部分的・特殊的な資金貸借関係＝系列融資は、どのような背景から生じたのであろうか。

昭和30年、40年代の高成長をリードした設備投資は、金属・機械・化学の部門を中心とする重化学工業に集中的に行なわれ産業構造を著しく高度化せしめた。

高度化を推進したもっとも基本的な要因は、国内における諸企業集団間の競争の激烈化にあったといえる。言うまでもなく、戦前の財閥は、三菱が造船・海運、三井が鉱業・製紙・貿易、住友が金属・化学といった具合に、総合的ななかにもそれぞれの主たる担当業種を定め重点投資をし、めいめいにかなり安定した市場を確保する態勢をとって、各業種の独占的支配を企図していた点に特徴がみられた。しかし戦後これら財閥系諸会社は、戦前からの会社の再建・復興・拡張にとりかかる一方、昭和30年前後には、それにとどまらず、いっせいに重化学工業部門に進出を開始したのである。その顕著な例が、石油化学や原子力事業に対して示した各企業集団の動きであった。最初から、三井が「三井石油化学」「日本原子力事業」、三菱が「三菱油化」「三菱原子力工業」、住友が「住友化学」「住友原子力工業」と各企業集団がくつわを並べて事業に着手した。また40年代に入ってから、石油資源開発、デベロッパー、情報産業などの新規産業にも同様の動きを示している。こうして各企業集団は、重化学、軽工業などの第二次産業を主力に、第一次産業、第三次産業などに広がっており、包括的な産業体系をもつにいたった。宮崎義一氏は、このような企業集団の投資行動をワンセット主義と呼んでいる。

ところで、この重化学工業化は、その技術的条件からみても、生産の一貫化や多角化による大規模化を必要とし、所要資本が巨大になる傾向が強い。各会社は、その巨額な所要資本量を内部蓄積だけではまかないきれず、その多くを借入金に依存した。

一方、都市銀行もこの重化学工業化に必要な長期・巨額の資金を積極的に貸付け、ワンセット主義の投資行動に融資面で対応していった。そして、逆の見方をすれば、都銀の企業系列化の動きが、この投資行動を促進していったといってもよい。この背景には、もちろん都市銀行による横並び競争＝融資競争が動因としてあったことはいうまでもない。

融資競争は、都銀にオーバー・ローンという事態を引き起させしめた。戦前には健全な割合を示していた預貸率が戦後は急激に悪化したのである。このため都市銀行の日銀依存率はいちじるしく上昇し、しかも預貸率と日銀依存率に

はほぼ相関がみられ、貸出額の預金額に対する割合が増大したときに日銀の貸出金に依存するという構図ができた。都銀は日銀信用を背景にして、長期・巨額の資金を同系諸会社に貸付けたのである。

都銀による企業系列化競争は、一方で産業連関を利用した系列内資金循環体系の確保を目的とするものであり、資金の効率的運用＝融資効率の上昇をねらったものであった。

ところで、この系列内資金循環体系の確保と資金の効率的運用という金融機関の目的は、メーカー、商社などの会社財務の側面からみたら何を意味するのか、つまり系列融資の財務的機能は何かということが次の問題となるが、この点については「4. 系列融資の財務的機能」で検討することにしよう。

さて、いま述べたように、系列融資のインセンティブは急速な経済の成長・拡大、重化学工業化と設備の拡張、膨大な資金需要などにあったが、こうした諸条件は、高成長経済から低成長経済への移行によって、すべてが消滅した。このような状況の中で、銀行融資を紐帯とした企業系列化はもはや積極的な意味をもたなくなりつつあるといわれる。高成長経済期の企業集団形成に果たした銀行の役割をここであらためて見直しておくことは、企業集団財務を考察するうえで意義のあることであろう。本論文の第一の課題は、系列内資金循環体系における株式会社財務の構造と機能を解明することであり、この解明をふまえて低成長経済下の新たな資金循環体系と変容したのである、そこにおける会社財務の構造と機能を明らかにすることである。

3. 株式持合いの構造と背景

次に、株式持合いについて述べてみよう。

言うまでもなく、大戦前の財閥においては、持株会社である財閥本社が傘下の大企業の株式を所有し、これら大企業がさらに傘下の多くの株式を所有し、これら大企業がさらに傘下の多くの企業の株式を所有していた。そして財閥本社の株式は財閥家族が閉鎖的に所有するという形で、それはピラミッド型になっていた。戦後、財閥解体によって財閥家族の所有株式が放出させられ、財閥

本社が解体されてしまったあと、残された財閥傘下の大企業が、以下の四つの段階をへて、それぞれお互いに株式を持合うという形で再編成され、財閥から今日の企業集団へ変形した。

その第一段階は、昭和24年の「安定恐慌」による株価下落で、いわゆる「証券民主化」によって従業員や一般投資家にわたっていた株式が同系金融機関に取得された時期。第二段階は、30年以降の高成長過程で企業集団の主要企業の資本規模が急速に拡張し、その資金需要を同系企業が肩代わりした時期。第三段階は、40年前後の資本自由化に対する株主安定工作の結果、企業相互の持合いがいちじるしくすすんだ時期。第四段階は、40年代後半から50年代初めにみられたように、低成長・低収益の反作用として、「過剰流動性」と「高株価経営」を背景に株式取得が展開された時期である。

このように、株式の相互持合いは展開されたが、52年度の持合い比率は次のようになっている。三井系16.0%、三菱系25.0%、住友系25.2%、三和系18.0%、芙蓉系13.5%、第一勧銀系12.0%である。

ところで、この株式の持合いについては、二つの対立的な評価が存在する。一つは、奥村宏氏の見解である。株式の持合いは「会社支配の武器として株式を取得するということであり、具体的には企業集団としての結束のために行なわれたものである」²⁾とするものである。二つは、西山忠範氏のものである。それは「理論上株式の資本としての機能すなわち支配力を滅殺せしめ、完全持合においては、その機能をゼロにしてしまう。したがって、このような株式持合いこそ、経営者支配の最も重要な構造的基礎であるといわねばならない」³⁾とするものである。

株式の持合いは、A社がB社の大株主になり、逆にまたB社がA社の大株主になるのであるから、これは「相互支配」であり、企業集団の結束をより強めるものであるというのが奥村氏の主張であり、両方の持分は相殺されて支配を減少させるというのが西山氏の主張である。

株式の持合いについて、このような対立的な評価が存在するのは、わが国の企業集団研究が、きわめて片寄った分析を展開してきたことによる。その研究

の多くが、株式の持合いなどその構造、組織に関する静態的分析に重点がおかれてきた結果、「事実の羅列」に終始し、現実問題の理解に対して何ら積極的な寄与をなしえなかったということは否定できない。

株式の持合いが企業集団の結束を強化するものか、あるいは弱化させるものかということは、単に所有構造の静態的分析を展開しても無意味であろう。相互持合いの資本蓄積への機能・作用について分析しなければ、その評価を下すことはできない。

われわれは、さらに動態的な側面、つまり株式持合いの機能的側面を明らかにする必要があると考えるが、この点については、「5. 株式持合いの財務的機能」で検討することにしてしよう。

ところで、このような企業集団研究の欠陥は、実は従来の株式会社支配論に内包されていたものといえよう。というのも、これまでの株式会社論において、大株主による中小株主の“支配”とは、株式の有する議決権にその中心をおいていた。株式会社制度を利用することによって、企業は社会的な規模で資本を集中するが、所有も社会化＝分散化する。分散化した株主の意思を株主総会の多数議決制を通じて大株主の下に集中する。そして、大株主の下に、すべての資本が利用・支配される。そして、群少株主は、株式に内在する議決権の行使によって自己の意思を直接に発現することは不可能となり、会社の経営・支配から全く疎外される。これが、従来一般的な“支配”の内容であった。

事実、わが国では、高成長期に企業の資本規模が急速に拡張し、既存の株主だけではその資金需要に応じきれず、出資者を外延的に拡大していかなければならなかった。この時期には支配的株主は経営権を効果的に保持せねばならず、様々な制度（例えば委任状制度）を利用して、それら株主の議決権を剝奪し、その意味での“支配集中”を展開してきた。

そして、それを反映して、株式会社支配論が常に株式の所有構造にその中心をおいてきたことは、これまでの数多い先学の実証研究からも明らかである。このような傾向は、いま述べたように、戦後わが国における株式会社制度の発展という背景があったからであるが、このために、実証研究の中心的課題は、

株式の主に議決権に問題の焦点をあて、株式の分散＝議決権の分散の実態、つまり、“所有と経営の分離”が存在するか否か、そして、そこでの経営主体は誰かという分析に重点がおかれていた。

確かに資本規模が拡大し、株式所有が分散化する過程では、分散の実態とその経営主体を確認することは重要な作業であったと思われる。しかし低成長経済への移行という事態にあって、従来のように、株式発行を促進するような資金需要は期待できない。それ故、支配の領域がこれまでのように外延的に拡大していくとは思われず、支配的株主＝経営者は、中小株主への利潤分配をいっそう抑制するという、支配の内包的深化を目指すであろう。そして、わが国の企業支配が外延的拡大から内包的深化へ移行する中で、それを反映して、株式会社支配論も、その対象を株式に内在する議決権から利潤分配請求権へと重点を移行すると思われる。

従来の株式会社支配論において、利潤分配請求権が、かならずしも注目されなかったのは、所有構造が具体的にどのような機能しているのか、つまり、資本蓄積にどのような役割を果しているのかという視点が欠けていたからである。端的に言えば、それは、“機能論なき構造論”、“蓄積論なき構造論”であったのである。構造論なき機能論は、確かに無意味であるが、逆に機能論なき構造論もまた無意味なのである。株式会社支配論は、所有構造の分析だけで成立するものではなく、さらに機能の分析が存在して、はじめて十全なものとなるのである。

そこで、本論文の第二の課題は、株式持合いの動態的分析をふまえて、低成長経済下における株式持合いの構造と機能を明らかにすることである。

- 2) 奥村宏著『日本の六大企業集団』ダイヤモンド社、昭和51年5月13日、111頁。
- 3) 西山忠範著『現代企業の支配構造』有斐閣、昭和50年4月10日、243頁。

4. 系列融資の財務的機能

企業集団における系列融資のメカニズムは、金融機関の対極に位置するメーカー、商社などに借入金依存という財務体質を形成せしめた。

借入依存体制というものを、経済史的・経営史的にふりかえってみれば、それが合理性にかなっていたからであり、その肯定的側面はすでに多くの識者から指摘されているところである。しかし、借入資本が企業総資本の中で量的に大きな位置を占める中で、現実資本の機能が停滞すると、借入金融の積極的合理性は後景にしりぞき、肯定的側面にかわり否定的側面が前面に登場し、いわゆる資本構成問題が顕現化してくる。

資本構成問題の否定的側面は、大別して「財務流動性」と「財務収益性」の二つの面に集約されるが、まず前者から検討してみよう。

財務流動性問題の所在は、資本運用の固定化・長期化と他方における流動的・短期的資本調達からくる、資本の量的時間的整合性の不一致の問題である。前述したように、戦後の企業の再建・復興・拡張の過程で要求されたのは、所要資本が巨額であるということだけではなく、同時に長期の安定的資金であった。しかし、それに対応したのは、銀行からの融資という制度的には短期の不安定な資金であった。このような資本の量的時間的整合性の不一致は、元本の保証・返済という面できわめて不安定であり、財務流動性の破綻が危惧されたのである。

しかし、この否定的評価は、系列融資という実態と内容を、あまりにも軽視したものといわざるをえない。

この点について、片山伍一氏は、昭和40年不況との関連で、すでに周到な批判をなされているので紹介しておこう。

産業資本と銀行資本との癒着結合関係の下では、他人資本比率がいかに高くとも、短期借入金は「ころがし」によって、また、社債にしても、銀行による借換債の円滑な消化によって、流動性は現実には破綻することはない。さらに、金本位制が崩壊し中央銀行が金準備にとらわれることなく信用増発を行いうるようになった現在の段階では、恐慌時に容易に救済政策が行なわれる以上、以前のように自己資本比率にこだわる必要がなくなったとされるのである。

片山氏は、メーカーや商社と銀行との間に結合関係が進行し、日本銀行が最終の貸手としてひかえ、また「会社更生法」なども用意されて、資本の循環を

強引に保障する機構が整備されてくると、大企業は財務流動性問題から解放されると述べられるのである⁴⁾。

片山氏の見解から、われわれは、系列融資の財務的機能について、次のことを読みとることができる。それは、借入金が制度的には他人資本であっても、実質的には自己資本として機能するということが、つまり本来は短期的な資金であっても、企業集団の構造を背景にして長期資本化するということである。

系列融資によって、大企業が財務流動性問題から解放されることは理解できたが、それではもう一つの否定的側面である財務収益性問題はどうかであろうか。

言うまでもなく、わが国企業は、テコの効果のメリットを存分に享受して自己資本純益率の高水準を実現してきた。しかし、低成長経済に移行する中で、企業収益が悪化し、確定債務である他人資本への支払利子額が他人資本の稼得利益を上回り、自己資本に対する帰属利潤額に喰い込んできた結果、総資本利益率と自己資本純益率との関係が従来とは逆になってしまった。こうして借入資本への依存体質に対して否定的評価が積極的に展開されるようになってきたが、しかし、この見解は、財務流動性問題と同様、系列融資の実態を軽視したものだといわざるをえない。

なぜなら、系列融資は、財務流動性側面において他人資本を自己資本化できるだけでなく、財務収益性側面で「コスト」を「利益」化できる財務機能を有しているからである。つまり、支払金利というコストは、企業集団の構造の中では、利益として機能するからである。

このコストの利益化という財務的機能を解明するには、前述した企業集団の「ワンセット主義」という投資行動について再検討せねばならない。「系列ごとのワンセット主義」という仮説を最初に提起されたのは、宮崎義一氏であるが、その内容は次のようなものであった。

同氏によれば、新興産業をワンセットづつ支配するようなビヘイビア、つまりワンセット主義の投資行動の主たる動機は、「外部経済の内部化」のためであり、「補完的な生産要素—生産物の関係を通して、一般的に波及する性質」をもつ外部経済を、できるだけ「自己の系列内だけに波及させよう」としたのであ

ると述べておられる⁵⁾。

また、二木雄策氏も、宮崎理論に賛意を示しながら、次のように「ワンセット主義」の定義をなされている。「要するに各企業集団は、一方で広範な産業を自己の系列内におくことにより最終需要のシェアの拡大をはかり、他方では自己充足的な産業構造を形成することにより、かくして獲得した最終需要のもつ付加価値創出効果の、できるだけ多くの部分を自己の集団内に留保しようとするのである。ワンセット主義の本質はこのような点にこそ求められるべきであって、その意味で、それは企業集団全体としての利潤追求原理に根ざすものであると理解されなければならない」⁶⁾と。

宮崎、二木の両氏は、「ワンセット主義」的投資行動の動機を、以上のように生産的、技術的要因と集団全体の利潤追求原理に求めておられるが、このことは、系列融資という機能を理解する上にも、貴重なヒントを提供してくれる。つまり、各企業集団が、すべての業種の企業を自己の集団内に揃え、生産物の取引関係にある企業がその生産活動において必要な原材料を自己の集団内で調達し、いいかえれば生産物の取引において「自己充足的」であるということは、これら企業と同系金融機関との資金的側面、つまり融資関係にもいえるのである。つまり、企業集団の主要会社による借入金融は前述したように、きわめて部分的・特殊的な同系の金融機関からの集中融資に仰いだのであるが、このことは、同時にまた、借入金融にともなうコスト、つまり利子を集中的に同系金融機関に支払うことを意味するのである。

企業にとって金利というコストは自己の外部に流出する付加価値ではあるが、それが同系の金融機関に支払われるならば、宮崎氏の指摘される「外部経済の内部化」を技術面だけでなく、資金面でも達成することができるのである。このことは、制度的、形式的には「コスト」である利子を実質的・内容的には「利益」として集団内に蓄積することが可能であることを意味する。企業がなぜ同系の金融機関から集中的に融資を仰いだかの理由は、まさに、このコストの利益化にあったといわねばならない。系列融資の機能が「コストの利益化」にあるならば、これら主要企業の支払利息・割引料などの金融コストは、制度

的には確かにコストであるとしても 実質的には利益として認識しなければならない。

そして、利益とコストを機械的に対立させて、金利負担の過重という借入金融の否定的側面を強調するのは、以上のような実態と機能を軽視した指摘だといわねばならない。借入資本依存の企業資本蓄積は、わが国の歴史的に特殊な諸条件の下で、例え制度的、形式的には合理的ではなくとも、企業集団にとっては、合利益的な蓄積様式であったからである^(註)。

(注) 企業集団を構成する大企業は、他人資本の自己資本化によって財務流動性問題から、またコストの利益化によって財務収益性問題からそれぞれ解放されるが、例えば、中小企業の場合はどうであろうか。

この点について片山伍一氏は次のように述べておられる。「中小企業の銀行資本に対する地位の脆弱さは、他人資本と自己資本との区別を決定的なものとしている。借入金はまさに他人の資本であり、しかも強大な銀行の支配下にある資本である。それにもかかわらず、中小企業は高度経済成長過程での競争の中で資本の集中・集積を迫られ、他人資本に、しかも大企業と差別された条件の資本にたよるざるをえなかった。しかして中小企業は、金融機関によってクッション的にさえ利用されている。すなわち、金融緩和期における中小企業向け貸出の相対的伸長と、逼迫期の中小企業へのしわ寄せ的引締めとがそれである。かくして『財務流動性』の問題は、中小企業に集約的に現われることになる」(片山伍一稿「日本の企業金融」『証券経済講座2』東洋経済新報社、昭和44年2月5日、214頁)と。

この片山氏の見解は、財務流動性のみならず財務収益性問題にも及ぶものであり、中小零細企業においては金融コストの利益化という事態は生じない。つまり形式的なコストは実質的にもコストであり、金融機関が当該中小零細企業に有利な金融的配慮を下すかどうかは、企業集団全体の立場・利害からの財務政策のあずかるところであり、中小零細企業にとっては受動的な行為でしかすぎない。

いずれにしても、財務流動性および財務収益性問題にみられる大企業と中小企業の格差が歴然と存在しているといえよう。

今日の低成長経済にあって、トヨタ自動車工業や松下電器産業などの独立巨大企業のみならず、それらとは相対的に低水準とはいえ企業集団主要企業も、積極的に借金減量を展開しはじめた。他人資本の自己資本化およびコストの利益化という財務的機能が作用している以上、企業集団主要企業は、かならずしも積極的に借金返済を展開せねばならぬ必要性はないはずである。にもかかわらず減量作戦が促進されているのはなぜかという問題が立論上生じてこよう。

そこで、本論文の第三の課題は、借金減量という事態にあって、系列融資の

財務的機能は、本質的に変容したのか、変容したのであればそれはどのような機能なのか、を解明することである。

- 4) 片山伍一稿「企業金融—企業資本の集中集積・所有の『社会化』と支配集中」『金融論講座1』有斐閣、昭和47年11月10日、127～147頁参照。
- 5) 宮崎義一著『戦後日本の経済機構』新評論、昭和47年10月31日、53～55頁参照。
- 6) 二木雄策著『現代日本の企業集団—大企業分析をめざして—』東洋経済新報社、昭和51年7月1日、211～225頁参照。

5. 株式持合いの財務的機能

結論から述べれば、株式持合いの財務的機能は、利潤分配における企業集団化にあると考えられる。

わが国主要企業の利潤分配、つまり配当について従来の動きをふりかえれば、それは低位安定配当が特徴であったといえる。いいかえればそれは、配当率の変動幅が僅少で比較的低位に安定してきたのに対し、配当性向は景気循環による企業の収益状況に応じて大幅に変動してきたことを物語る。すなわち、配当率は景気の変動にかかわらず比較的安定しているのに、配当性向は企業の資本金収益率が高まったとき（好況期）は低下し、資本金収益率が低下したとき（不況期）は高くなっており、好況期は内部留保の比重が、不況期には配当の比重が高まる動きを示していた。これは、わが国企業が配当をコストとして認識し、資本調達戦にそなえて同業他社の配当率—業界の平均配当率を強く意識しているからである。このため、企業は景気変動による利益の落差を配当性向操作で吸収し、硬直的な配当率を維持してきたのである。また、配当性向の操作で配当率の維持が困難な場合は、積立金の取崩、不要資産の売却、償却方法の変更、資産の評価方法の変更など、税法、会計原則の認めうる範囲内での会計処理の変更によって計上利益を捻出し、それさえできない弱体企業は、タコ配当に走らざるをえなかった。

このような企業の同業種同率配当、自社配当率の維持、安定配当指向は、間接金融体制、額面発行増資、資金調達の限界市場としての株式市場を前提とした高成長過程で定着したが、これは内部留保重点主義をとりながら、いざとい

うときの資金調達手段として安定配当を維持しておかざるをえない企業の必然的行動様式であった。

しかしながら、このような配当コスト論は、企業の旺盛な資金需要を前提としてのことである。今日の低成長経済においては、従来のように株式発行を促進するような資金需要は期待できず、多少の変動はあっても、株式発行市場の資本集中機能は、将来にわたって傾向的に低下していくのではないかと予測される。以上のことから、さらに積極的に利潤分配の抑制策を展開すると思われる。

ところで、わが国主要企業が、低位安定配当政策を展開し、利潤の留保政策を推進しているのは、それだけの現実的根拠が存在してのことである。それは、株式の持合いである。

奥村宏氏や伊牟田敏充氏がすでに指摘しているように、法人間の株式相互保有は、公募時価発行によるプレミアム稼ぎを相互に認めあうという体制を作り出した⁷⁾。株式額面割当ての廃止によって株式としてのプレミアム取得が不可能となった代わりに、自己の増資によってプレミアムを稼ぐことが可能になったからである^(註)。

(注) 昭和30年代から40年代当初は、額面発行増資が一般的で固定配当のもとでも増資のたびに株主は額面での株主配当が得られ、かつそれが同時に実質増配につながり、配当性向を押し上げてきたので、企業の安定配当指向は当然のこととして受けとられ、さして問題にはならなかった。つまり、額面で均衡が保たれてきたといえる。

しかし、昭和40年代の半ばから、額面発行増資に代わって、株式の時価発行や時価転換社債が盛んになってきた。

時価発行時代にはいってくと、株価と額面とのつながりが全くなり、投資家は株式の新規購入時も、増資のときも、いつも証券市場で、そのときの時価で買わざるを得なくなる。株価とは一株当たり自己資本を時価で評価したものであるから、利回りとは時価でみた自己資本の配当率で、投資採算はキャピタル・ゲインまたはキャピタル・ロスを度外視すれば、配当を株価—投資金額で除した利回りにならざるを得ない。しかも、昭和34年頃から顕著になった利回り革命によって、現在の利回りは定期預金金利をはるかに下回り、投資家にとって全く投資採算にあわなくなってしまう。すなわち株価が配当に比べ高すぎ、株式の投資魅力が全くなってしまっている。

増資新株の発行に際し、株主の新株引受権を実質的に排除し、発行形態として

は、このように時価・公募発行の形態をとるようになると、従来は株主が取得していた創業者利得を、資本剰余金として実質的には企業自体が蓄積するようになる。そうすると、中小株主は、ますます自己の投資基準を失って、値ザヤ稼ぎをしようとするか、あるいは超低利回りになった株を売って市場から去っていくのである。

しかし企業は、株式額面割当ての廃止によって株式としてのプレミアム取得が不可能となった代わりに、自己の増資によってプレミアムを稼ぐことが可能になった。とりわけ、企業集団は公募時価発行によるプレミアム稼ぎを相互に認めあうという体制となった。

公募時価発行によるプレミアム稼ぎを相互に認めあうということは、配当政策でもいえることである。

配当がコストとして認識されている現状では、できうるかぎり利潤は留保されることが望ましい。配当は、資本の集中戦に敗退しないだけの低位安定配当でよいわけだ。支配的株主としての同系主要企業だけに利潤分配をするなら、高配当も辞さないであろうが、戦前の財閥のように極端な株式の閉鎖的保有が行なわれていない現状にあっては、高配当は、ただちに集団外利潤の流出となってしまう。それよりも利潤を一端社内に留保し、「投融資」という形態で同系企業集団に閉鎖的に配分するほうが、集団全体にとっても、当該企業にとっても有利なのである。この意味で利潤留保と近年における一貫した投資勘定の伸びの高低は、相互に密接に関連している。

そしてこのことは、株式持合いを基礎にした利潤分配の集団化ということを示しているといつてよいであろう。つまり、利潤の閉鎖的な分配という機能である。

ところで最近、一部の企業の中に低位安定配当政策を変更するところが出てきた。高収益力を武器に高株価を確保、積極的な時価発行増資で多額の資金を得たり、海外でひんばんに資金調達を繰り返している企業がそれである。例えば、ソニー、パイオニア、そしてジャスコなどでは、一定率の配当をする安定配当主義から期間のうけに応じて配当を弾力的に増減する、いわゆる配当性向主義をとりだしたのである。

しかし、配当性向重視が、ただちに株主優遇策に結びつくかは疑問である。というのも配当性向重視が、時価発行増資取得プレミアム還元の相対的低位を

糊塗するためのものではないかとみられるからである。住友生命は昭和54年10月17日、時価発行増資企業の取得プレミアム還元状況調査をまとめたが、それによると、5年間にプレミアムの全額を還元することを要望した証券界の自主ルールに沿った想定還元額に対し、実際の無償交付額はほぼ一貫して低下し、同年3月末で還元率は53%強にすぎず、株主優遇が十分ではないことが明らかになったからである。

それだけではない。これらの会社は、資金調達を国際的市場に求めている事情もあって、配当性向重視政策も米国の株式市場で高いウエートを占めている機関投資家の声を意識したものだということである。わが国の株式所有構成では法人のウエートが高いが、これら法人の大部分は支配目的で株式を保有しているのであって、直接的には配当よりも支配証券としての株式に関心をもっている。これに対して、アメリカの機関投資家は支配目的というよりも利潤証券としての株式に関心をもっていて、増配が不可能であれば売却も止むなしと言うのが、アメリカ株式市場の声である。法人持合いで高株価を支えている日本では、株価と配当はなんの関係もないと言って時価発行増資をしてもあまり影響はないが、アメリカの株式市場では、配当を重視して株価を維持しなければ、有利な時価発行増資はできない。それ故、これら企業の、一見、株主優遇政策にみえる配当性向重視政策も、実は、資金調達を国際的に有利に展開する布石とみることができよう。

しかしながら、一部の高収益企業や資金調達の国際化にともなう配当性向重視政策は、従来の低位安定配当政策にどのような影響を及ぼすか興味深いものがある。とりわけ、株式持合いという所有構造を基礎に、利潤分配を閉鎖的に展開してきた企業集団の配当政策は、このような動きの中で、変更をせまられるのか、また、変更された場合、従来の利潤分配の企業集団化という財務機能はどのように変質するのかという問題が生じてこよう。

本論文の第四の課題は、一部企業の配当性向重視政策の進展という事態にあって、株式持合いの財務的機能は本質的に変容したのか、変容したのであればそれはどのような機能なのか、を解明することである。

- 7) 奥村宏稿「法人資本主義の構造」『経済評論』, 昭和49年4月1日号, 89~103頁参照。伊牟田繁充稿「配当政策の現状と問題点」『企業法研究』, 昭和49年10月1日号, 17~21頁参照。

6. 交錯融資に交錯所有

われわれは、従来の系列融資ならびに株式持合いの動態的分析をつうじて、それらの有する財務的機能について明らかにしてきた。そしてまた同時に、本論文の課題として、低成長経済下における系列融資ならびに株式持合いの構造と機能についての解明をかかけておいた。

ところで、これらの課題を次章以下で解明するにあたり、次のような二つの新たな事態をどのように認識するかが重要な問題となってくる。

その一つは、系列融資についてであるが、系列融資依存度が、最近、低下傾向にあるということ、しかも異企業集団間で相互に交錯融資がみられるということ、これである^(註)。

(注) 奥村宏氏は、この傾向の原因を次の四つだとしている。

系列融資依存度低下原因の第一は、このような融資形態が、銀行経営にとってある程度までは必要だが、そこには一定の限度があり、その限度を超えると危険なものになると考えられるからである。第二は、特定の企業に銀行が融資を集中していると、もしその企業が経営不振になればリスクをその銀行だけが負わねばならないからである。さらに第三には、系列融資だけに依存していると、企業側としてはメイン・バンクの資金力だけしか資金を借りることができない。企業集団としてみればそれは効率が悪いことで、むしろ他の金融機関の資金を導入することが必要であるからである。そして第四は、大口融資規制にともなう交錯融資によるものである。

同氏は、とりわけ第四点を強調して以下のように述べられる。

昭和49年11月、金融制度調査会は大口融資規制に関する答申を大蔵大臣に提出し、大蔵省はこれにもとづいて同年12月から規制していくことになった。これは、普通銀行については自己資本の20%、信託銀行、長期信用銀行は30%、外国為替専門銀行は40%を限度とし、同一企業に対してはそれ以上融資してはいけない。そして、また、この基準をすでに超えているものは53年3月までに解消せよという内容である。

大口融資規制が問題になったのは、銀行が総合商社などに多額の貸付けをすることが狂乱物価の原因になり、企業の「反社会」的行動を生むという理由によるものであった。したがってこの大口融資規制がはじめから意図的に取り上げたのが大手総合商社に対する貸出しであった。ここで問題になっている大口融資とはその内容からみればとりも直さず系列融資であり、そしてこの規制の趣旨からいえば、系列

融資そのものにメスを入れなければならないという性格のものである。しかしそれが系列融資規制としてではなく、単なる大口融資規制としてでてきたところに大きな限界があることは否定できない。

ところが、この大口融資規制を契機にひとつの変化が銀行の貸出行動においてあらわれてきた。例えば、大口融資規制対策として住友銀行が三菱重工業に対して20億円融資し、代わりに三菱銀行はほぼ同額を住友金属工業に融資することになったという。住友銀行の住友金属工業に対する融資額は大口融資規制の限度枠を超えており、三菱銀行の三菱重工業に対する貸出しは限度枠いっぱいであってこれ以上融資できない。そこで銀行間で話し合いのうえこのような対策をとることになったというわけだ。

このように大口融資規制対策として交錯融資が行なわれると、メイン・バンクは変わることなく、系列融資比率を下げることができると述べられるのである(奥村、前掲『日本の六大企業集団』、119～128頁参照)。

さて問題は、このような交錯融資が拡大していくと、系列融資の財務的機能、つまり他人資本の自己資本化、あるいはコストの利益化というものが変質するかということであるが、交錯融資は系列融資の財務的機能を低下させるのではなく、実は、異企業集団間で相互にこの機能を利用しようという体制をつくりだすと考えられる。なぜなら、これは企業集団間の協調を進めるものであって、系列融資そのものの構造を崩壊させるものではないからである。

系列融資、そしてその底にある企業集団体制に手を触れないで、企業集団間の交錯融資による協調を進めることは、むしろ系列融資の財務的機能をより拡大・強化させるものといわねばならないからである。新たな、いや新たになるであろう事態の二つは、系列融資比率が低下し交錯融資が拡大する中で、今後、交錯所有が展開されるようになるのではないかということである。交錯融資とは異なり、交錯所有の例はわが国にはいまのところはない。しかし、例えば、米国ではロックフェラー・グループとモルガン・グループの間で株式の交錯所有がなされており、いずれ、わが国企業集団の間にもそのような現象が生じてこないという保証はない^(注)。

(注) 奥村氏は次のように述べている。

このような交錯融資が進展すると、やがて企業集団間での株式の交錯所有へと進行することが考えられる。「独禁法改正案」は昭和49年衆議院を通過しながら参議院で廃案となったが、野党はもちろん、政府もあらためて国会に提出するといっている。その場合前の改正案では金融機関の株式所有を同一企業の発行株式の5%に

制限するとし、また事業会社の株式所有も総量規制することになっていた。もしこの案が実現するならば、とりわけ金融機関はさきの大口融資規制対策と同じような方法をとることが考えられる。というのは5%を超えて所有している株式をそのままストレートに市場に放出せず、銀行間でお互いに交錯して取得するならば、少なくとも規制を免れることができるからである。

ところで、企業集団間での協調の動きの要因は何であろうか。

同氏は、これを対外進出を統一的かつ安定的にやっという内的論理によるものだと述べている。つまり対外進出の場合はプロジェクトが大規模になり、リスクも大きい。そこで単一の企業集団として進出することは危険を伴う。とりわけ資本進出の場合には相手国政府と密接な関係をもつ必要があり、深く現地の政権にコミットしていく必要がある。その際に例えば三菱だけがその政府を抱き込もうとすれば、当然それに対抗して三井や住友などがこれを妨害しようとする。ここで、現地政府をめぐる争いが日本の企業集団間で起こると、政情不安になるばかりか、現地の住民の反対運動をも刺激することになる。となれば、利権は共同で獲得したほうが安全だし、安上がりになる。同じようなことは国内についてもいえる。例えば第三セクターを利用して大規模な都市開発をしようとする場合、三菱グループだけが、それを独占してやれば企業集団はこれを妨害し、いきおい政治問題に発展して国民の反感を買うことになる。そこでは、企業集団間の協調のほうが安上がりで安全である。

奥村氏は、このように述べたあと、企業集団協調の経済的必然性に言及し、これは資本主義の成熟段階での寡占体制維持・強化のための相互尊重体制だとも述べている（奥村、前掲『日本の六大企業集団』、157～168頁参照）。

ところで、異企業集団間の交錯所有がおこなわれた場合、利潤分配の企業集団化という、株式持合いの財務的機能はどのようになるのかということが問題になる。しかし、この点においても、交錯融資と同様、この財務的機能をさらに量的に拡大・強化するものと考えられる。なぜなら、交錯所有は、協調を進めるものであっても、株式持合いという所有構造および利潤分配の企業集団化という財務的機能を崩壊させるものではないからである。

いずれにしても、以上のような交錯融資および交錯所有という新たな事態が、今後の企業集団財務の構造と機能にどのような意味をもつものかということの本質的に明らかにすることは、本論文の不可欠の課題といえる。

というのも、このような企業集団間の協調体制は、個別財務および集団財務の本質的規定にかかわることであるからである。冒頭でも紹介したように、集団財務は、個別財務の個別的、孤立的性格と異なり、系統的・階層的性格を有するものである。しかも、集団財務は、本来、各企業集団の頂点の利害を追求

するものであるが、それにもかかわらず、相互の利害を追求しあうということは、単に従来の集団財務の性格を量的に再生産するものだけではあるまい。そこには、第三の何らかの促進要因が存在すると考えられる。

われわれは、それを、企業集団経営にみられる最近の動向、つまり「停滞化」と「国際化」という二つに求めるのであるが、この指摘が妥当なものかどうかは、次章以下での検討課題としたい。

(1980. 4. 10)